Овчаренко Ксения Александровна
студентка
Научный руководитель
Церцеил Юлия Сергеевна
канд. экон. наук, доцент
ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова»
г. Москва

DOI 10.31483/r-171110

ОЦЕНКА ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ ПРОМЫШЛЕННОЙ КОМПАНИИ В УСЛОВИЯХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕОПРЕДЕЛЁННОСТИ И ESG-ТРАНСФОРМАЦИИ (НА ПРИМЕРЕ ПАО «СЕВЕРСТАЛЬ»)

Аннотация: *в статье оценена фундаментальная стоимость ПАО «Северсталь» методом дисконтирования денежных потоков (FCFF) с учётом снижения безрисковой ставки и ESG-премии. Показано, что основной вклад в снижение стоимости капитала даёт безрисковая ставка, влияние ESG-премии заметно слабее, а итоговая оценка существенно зависит от долгосрочных прогнозных предпосылок.*

Ключевые слова: *фундаментальная стоимость, DCF, FCFF, WACC, безрисковая ставка, ESG-премия, ПАО «Северсталь».*

Прогнозирование денежных потоков в металлургическом секторе сопряжено со значительной неопределённостью. По этой причине стоимость бизнеса оказывается крайне восприимчивой к допущениям, заложенным в прогноз, а также к величине ставки дисконтирования. На российском рынке подобная чувствительность объясняется в первую очередь предполагаемой трансформацией денежно-кредитных условий [1]: фиксированная безрисковая ставка способна не учитывать колебания цены капитала.

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

Не столь однозначной выглядит и значимость ESG-факторов. С теоретической точки зрения сильные экологические результаты могут вести к снижению ожидаемой доходности и удешевлению капитала. Вместе с тем в отечественных исследованиях фиксируется и противоположная закономерность, которая особенно заметна в отраслях с высокой экологической уязвимостью [2].

Объектом исследования выступает ПАО «Северсталь» – одна из крупных вертикально интегрированных компаний горнометаллургического профиля. Цель работы состоит в том, чтобы установить, каким образом динамика безрисковой ставки и включение ESG-премии влияют на оценку компании и стоимость её акций.

За первое полугодие 2026 года «Северсталь» получила на 13,5% меньше выручки, чем годом ранее. Маржа EBIT при этом составила 7,6% [3]. Восстановление рентабельности прогнозируется, но его темпы пока неясны. В ESG-сфере картина сложнее. «Эксперт РА» удерживает рейтинг на уровне ESG-AA- со стабильным прогнозом [4]. При этом в 2024 году удельные выбросы парниковых газов и водопотребление выросли. Высокий рейтинг, таким образом, не устраняет экологические риски.

Оценка построена на отчётности по МСФО за двенадцать месяцев до 30 июня 2026 года [3]. Прогноз охватывает 2027–2036 годы (таблица 1). Стоимость собственного капитала (Ke) определяется по расширенной модели CAPM:

$$K_e = rf + \beta \times ERP + ESG,$$

где Rf – безрисковая ставка, β – коэффициент систематического риска, ERP – премия за рыночный риск, ESG – дополнительная премия за ESG-риски. WACC рассчитывается с учётом структуры капитала и налогового эффекта долга [6]. Размер премии за рыночный риск принят согласно данным Дамодарана [5].

Таблица 1

Основные предпосылки модели

Параметр	2027 – 2031	Стабильный период
Рост выручки	8% в год	4%
Маржа EBIT	с 7,6% до 17%	15%
Капзатраты, % выручки	с 18% до 11%	около 9%
Доля заёмного капитала	15%	60%

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

Параметр	2027 – 2031	Стабильный период
β / ERP	0,9 / 8,13%	0,85 / 8,13%

Источник: допущения автора на основе [3, 5].

Свободный денежный поток фирмы (FCFF) рассчитывается как:

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + A - CapEx - \Delta NWC,$$

где T – ставка налога, A – амортизация, CapEx – капитальные затраты, ΔNWC – прирост оборотного капитала.

В 2027–2028 годах FCFF отрицателен (-39,5 и -13,2 млрд руб.): операционной прибыли после налогов не хватает для покрытия капитальных затрат и прироста оборотного капитала. Для капиталоёмкой металлургии это не критично, но допущение требует осторожности. С 2029 года FCFF положителен и к 2036 году достигает 115,2 млрд руб. (табл. 2).

Таблица 2

Расчёт FCFF по отдельным годам, млрд руб.

Показатель	2027	2029	2031	2033	2036
EBIT × (1 – T)	50,8	82,9	124,3	135,1	144,0
+ Амортизация	52,4	61,1	71,3	81,3	93,6
- Капитальные затраты	132,0	116,6	103,1	106,9	112,6
- Прирост оборотного капитала	10,6	12,4	14,5	13,4	9,9
= FCFF	-39,5	15,0	78,1	96,2	115,2

Источник: расчёты автора на основе аналитического агентства Cbonds

За безрисковую ставку взята доходность долгосрочных ОФЗ – 16,6%; к 2036 году она опускается до 7,6%. ESG-премия входит в стоимость собственного капитала и линейно убывает с 2,00 до 0,50% [2]. До нуля она не опускается: экологические и социальные риски металлургии сохраняются [5, 6].

Таблица 3

Стоимость капитала по отдельным годам

Показатель	2027	2029	2031	2033	2036
Rf, %	16,6	14,6	12,6	10,6	7,6
ESG-премия, %	2,00	1,67	1,33	1,00	0,50
Доля заёмного капитала, %	15	15	15	33	60
Ke, %	25,9	23,6	21,3	18,8	15,0
WACC, %	24,8	22,6	20,4	16,7	10,8

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

Источник: расчёты автора на основе аналитического агентства Cbonds.

За прогнозный период Ke снижается с 25,9 до 15,0%, WACC – с 24,8 до 10,8%; после 2031 года снижение ускоряется, в том числе из-за роста доли заёмного капитала. Из общего снижения Ke на 10,9 п. п. на безрисковую ставку приходится 9,0 п. п., на ESG-премию – 1,5 п. п., на β – около 0,4 п. п. (Рисунок 1). Макроэкономические условия, таким образом, влияют заметно сильнее ESG-фактора, хотя и последний не пренебрежим; в WACC его эффект ограничивается долей собственного капитала.

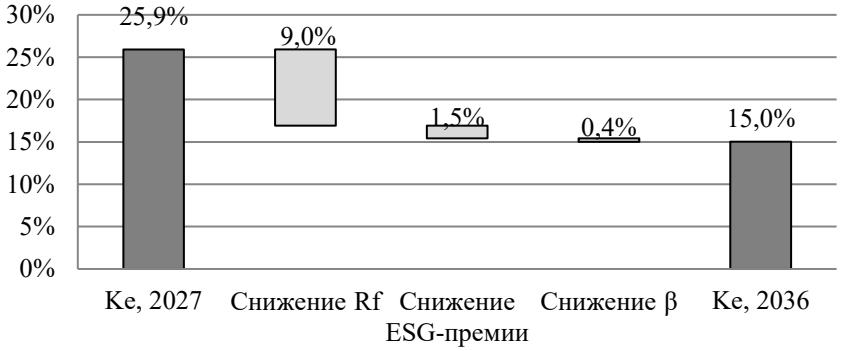


Рис. 1. Разложение снижения стоимости собственного капитала Ke с 2027 по 2036 год, п.п.

Источник: расчёты автора на основе аналитического агентства Cbonds.

После вычета долговых обязательств и внесения поправки на остаток денежных средств, стоимость акционерного капитала составляет 368,1 млрд руб., или 439,7 руб. на акцию (табл. 4). Данный результат оказывается почти на треть ниже ориентира в 635 руб., который был определён с применением рыночного мультипликатора. Вероятнее всего, участники рынка исходят из более стремительного улучшения рентабельности. Не исключено также, что они оценивают сопутствующие риски как менее существенные.

Таблица 4

От стоимости фирмы к стоимости акции

Показатель	Значение
PV потоков 2027–2036, млрд руб.	134,4
PV терминальной стоимости, млрд руб.	322,2
Стоимость фирмы (EV), млрд руб.	456,5

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

Показатель	Значение
+ Денежные средства, млрд руб.	7,3
- Долг, млрд руб.	95,7
Стоимость акционерного капитала, млрд руб.	368,1
Число акций, млн	837,2
Стоимость одной акции, руб.	439,7
Цена сравнения, руб.	635,2

Источник: расчёты автора на основе аналитического агентства Cbonds.

В результате расчётная стоимость акции «Северстали» составила около 440 руб. Это заметно ниже рыночного ориентира. Основной прирост FCFF обеспечивается повышением маржи EBIT. Ставка дисконтирования снижается с 24,8 до 10,8%. Это обусловлено двумя причинами: уменьшением безрисковой ставки и изменением структуры капитала. Влияние ESG-премии также заметно, однако макроэкономическому фактору оно уступает.

Полученные 440 руб. – оценка при выбранных параметрах, а не прогноз рыночной цены. На наш взгляд, главный вопрос в том, сможет ли «Северсталь» восстановить рентабельность без чрезмерного сокращения необходимых инвестиций.

Список литературы

1. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2027 год и период 2028 и 2029 годов. – Москва : Банк России, 2026. – URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/197907/on_2027(2028–2029).pdf (дата обращения: 10.11.2026). – Текст : электронный.

2. Захматов, Д. Ю. Влияние ESG-факторов на рыночную капитализацию российских компаний / Д. Ю. Захматов, Г. Ш. Валитов // Сибирская финансовая школа. – 2022. – № 3. – С. 183–192. – DOI 10.34020/1993-4386-2022-3-183-192.

3. ПАО «Северсталь». Консолидированная промежуточная финансовая отчётность по МСФО за шесть месяцев 2026 года. – 2026. – URL: https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=30&type=4 (дата обращения: 10.11.2026). – Текст : электронный.

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

4. Эксперт РА. Рейтинговые действия от 15.12.2025: ПАО «Северсталь», рейтинг ESG-AA . – 2025. – URL: https://raexpert.ru/releases/2025/dec15a (дата обращения: 10.11.2026). – Текст : электронный.

5. Damodaran, A. Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications – the 2026 edition / A. Damodaran. – SSRN, 2026. – URL: https://ssrn.com (дата обращения: 10.11.2026). – Текст : электронный.

6. Damodaran, A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset / A. Damodaran. – Hoboken : John Wiley & Sons, 2025. – 1136 p. – ISBN 978-1-394-25460-6.

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)